

# TURBULENS I STOR HØYDE F

Lærdommer av krisen i verdensøkonomien



**VICTOR D. NORMAN** er professor i samfunnsøkonomi ved Norges Handelshøyskole (NHH). Hans faglige spesialfelt er teori om internasjonal handel. I årene 1999–2001 var han rektor ved NHH, og fra 2001 til 2004 var han arbeids- og administrasjonsminister. Han er fagredaktør i *Magma* 06–0714.

## INNLEDNING

Det er seks år siden verdens finansmarkeder klappet sammen og verdensøkonomien falt utfor stupet. Krisen som fulgte, er ennå ikke over. Veksten i verdensøkonomien som helhet er langt svakere og mer ujevn enn før; i deler av den gamle verden (med eurosonen som det klareste eksemplet) har den helt uteblitt siden 2007, og selv i de fremvoksende økonomiene i Asia og Latin-Amerika er veksttallene nå så lave at de før krisen ville blitt omtalt i dommedagstermer. Klare tegn på ny, kraftig oppgang glimrer med sitt fravær.

Selv om krisen ikke er over (eller kanskje nettopp fordi den ikke er det), er det naturlig å stoppe opp og spørre hva vi har lært av det som har skjedd.

Det tjener NHH til ære at høyskolen allerede høsten 2008 tok initiativet til et forsknings- og formidlingsprogram om årsaker til og mulige konsekvenser av krisen. Det hører riktignok med til historien at man for sikkerhets skyld helgarderte seg ved å kalle programmet «Krise, omstilling og vekst», men noe annet kunne man neppe ha gjort ved en institusjon med så sterke tradisjoner i teori om risiko og risikospredning som NHH. Forskingen som har vært gjennomført i programmet, er dokumentert og formidlet på vanlig måte gjennom norske og internasjonale fagtidsskrifter. Noen av de

viktigste bidragene blir presentert i artiklene i dette spesialnummeret av *Magma*.

Jeg skal ikke i denne innledningsartikkelen prøve meg på noen oppsummering av de øvrige bidragene. I stedet vil jeg heve blikket og spørre hva vi som økonomer har lært av seks internasjonalt sett vanskelige år, og hva disse lærdommene innebærer for Norge.

## 1. HVORDAN GIKK DET GALT? LÆRDOMMER OM RISIKO

Mange har påstått at finanskrisen og den økonomiske nedturen kom som en overraskelse på de fleste økonomer i verden. Det er positivt galt. Mange enkeltøkonomer og økonomiske fagmiljøer – deriblant ikke minst OECD – advarte om en alvorlig boligboble i USA og mange andre OECD-land lenge før boblen brast. Faktisk er det mer korrekt å si at få hendelser er blitt spådd av så mange så ofte som boligkrakket i 2007–2008 og finanskrisen som fulgte. Krakket ble spådd så tidlig og så mange ganger at det nettopp derfor var en overraskelse da det endelig kom.

Det man kan kritisere store deler av økonomiprofesjonen for, er at man ikke klart nok så hvor sårbar verdensøkonomien var for konsekvensene av et boligkrakk. Det var en utbredt oppfatning at globale investerings-

porteføljer og globale finansielle sikringsinstrumenter hadde ført til så god risikospredning at det nesten ikke var risiko igjen, og det var en tilsvarende optimistisk tro på at realøkonomisk integrasjon, gjennom handel og direkte investeringer, gjorde verden mindre sårbar for geografisk avgrensede sjokk.

Det første vi raskt lærte i 2008–2009, var at alt det som normalt skulle være forsikringsmekanismer, i ekstremsituasjoner ble kanaler for overføring og forsterkning av sjokkene.

De amerikanske boliglånsprogrammene, som var satt sammen for å spre risikoen knyttet til dårlige lån, og som av samme grunn ofte ble videresolgt til banker i andre land, ble udetonerte bomber i stedet for risikospredningsinstrumenter: Ingen visste hva de inneholdt, så banker over hele verden mistet troen på sin egen aktivaside, og siden de ikke trodde på sin egen, trodde de i hvert fall ikke på nabobankens – og med det forsvant den tilliten som er selve forutsetningen for bankvesenet. Realøkonomisk integrasjon førte ikke til at sjokk i ett land ble avdempet gjennom lekkasjer til andre land – handel og investeringer ble i stedet mekanismer for overføring og forsterkning av sjokkene. Internasjonalt balanserte aksjeporteføljer hjalp lite når bedrifter i alle sektorer i alle land fikk føle de samme sjokkene – resultatet ble i stedet, som enkelte sa, at «alfa ble til beta»: Bedriftsspesifikk risiko ble erstattet av allmenn, systematisk risiko.

Betyr dette at resonnementene var gale? Ikke nødvendigvis. I rimelig normale tilstander fungerer nok integrasjon og global risikospredning som avdempende mekanismer. Problemet var at krakket i 2008 var så stort og omfattende direkte og indirekte en så stor del av finans- og realmarkedene i verden at reaksjonen ble pervers.

Man skal være forsiktig med analogier, men la meg våge meg på en. Er man ute og seiler og frykter mye vind, er det som oftest fornuftig å ta med litt ekstra mannskap – for å tjene som ballast, og kanskje også for å få flere til å håndtere seil og utstyr i vanskelige situasjoner. Blåser det opp til orkan, vil imidlertid det eneste resultatet lett blir at enda flere havner i sjøen ...

Krisen minnet oss også om at verden ikke er normalfordelt. Det var riktignok få (akademiske) økonomer som virkelig mente at gausskurven gir en god beskrivelse av det mulige utfallsrommet for alle økonomiske hendelser, men de fleste godtok at forventning

og varians i praksis var en grei og nyttig tilnærming. Som profesjon hadde vi derfor godt av å bli minnet på fete haler og asymmetriske utfallsrom. I forlengelsen av den erkjennelsen har krisen også utløst en spennende jakt på bedre operasjonelle tilnærminger til måling av utfallsrom. Et godt eksempel på det er arbeidet som er omtalt i artikkelen til Bård Støve og Dag Tjøstheim i dette nummeret av *Magma*.

## 2. HVORFOR GIKK DET GALT? MAKROØKONOMISK UENIGHET

Så langt – altså så lenge spørsmålet er *hvordan* verden havarerte – er det en rimelig grad av konsensus blant økonomer. Når det gjelder *hvorfor* det skjedde, og i forlengelsen av det ikke minst hvorfor nedturen etterpå er blitt så lang, er det mindre enighet. Det skyldes at krisen gjenåpnet kløften mellom de to hovedretningene i moderne makroøkonomi – på den ene siden keynesianske og nykeynesianske økonomer (ofte kalt saltvannssøkonomer fordi de i USA ofte holdt til ved universiteter på øst- og vestkysten) og på den annen side monetarister og tilhengerne av såkalt ny klassisk makroøkonomi<sup>1</sup> (ofte kalt ferskvannssøkonomer fordi arnestedene var Chicago og andre universiteter i områdene nær de store amerikanske innsjøene).

Den store forskjellen mellom de to har historisk vært i synet på penge- og finanspolitikk. Keynesianske økonomer har ment at konjunktursvingninger skyldes svingninger i etterspørselen på makronivå, og at de kan avdempes gjennom aktiv penge- og finanspolitikk. Monetaristene og de nye klassikerne har ment at naturlige konjunktursvingninger kommer fra tilbudssiden i økonomien og derfor ikke kan løses ved diskresjonær penge- og finanspolitikk. Tvert imot: Aktiv penge- og finanspolitikk vil heller gjøre vondt verre.

Helt siden Keynes' tid hadde makrofaget vært en kamparena mellom de to. Fra 1980-årene nærmet hovedretningene seg hverandre, og i årene før finanskrisen virket det som om det gikk mot allmenn forbrødring.

.....

1. *Ny klassisk* må ikke forveksles med *nyklassisk*. Det siste er i snever forstand betegnelsen på mikroøkonomisk teori basert på rasjonelle aktører, fullkommen konkurranse og likevekt i alle markeder; men uttrykket brukes også ofte mer løselig som betegnelse på moderne mikroøkonomi mer generelt. *Ny klassisk makroøkonomi* bygger på samme fundament som nyklassisk mikroøkonomi, men betegnelsen henspiller på de klassiske økonomenes antagelse om at tilbudet skaper sin egen etterspørsel, den såkalte Says lov.

De fleste godtok (som Keynes) at den makroøkonomiske utvikling på kort sikt blir styrt av etterspørselssvikt eller etterspørselspress, og at vi på kort sikt kan få unormalt høy eller lav arbeidsledighet; men de fleste mente også (som monetaristene og de nye klassikerne) at økonomien på mellomlang sikt av seg selv vil vende tilbake til en normaltilstand med «naturlig» ledighet, der produksjon og sysselsetting er bestemt fra tilbudssiden. I den grad det fortsatt var noen uenighet å snakke om, dreide den seg om hvor lang «mellomlang sikt» er.

En implikasjon av konsensusmodellen er at kortsiktig makro og langsiktig makro kan sees på som to forskjellige fenomener, nærmest uavhengige av hverandre. Den økonomiske utvikling på lang sikt er bestemt bare av utviklingen på tilbudssiden, og det som skjer på kort sikt, vil derfor bare ha betydning for den langsiktige utvikling i den grad det påvirker samlet sparing og investering så mye at det har betydning for langsiktig kapitaloppbygging. De fleste konjunktursvingninger er så små og så kortvarige at slike effekter knapt er målbare. Konsensusoppfatningen var derfor at langsiktig vekst og kortsiktige konjunktursvingninger i prinsippet er to forskjellige ting, og at konjunktursvingninger i det lange løp bare er å anse som støy rundt en tilbudssidebestemt vekstbane.

Da krisen og den globale etterspørselssvikten i 2008–2009 var et faktum, ble det brått slutt både på konsensus og forbrødring. De amerikanske saltvannsøkonomene husket plutselig at de egentlig var keynesianere, og sammen med europeiske makroøkonomer (som alltid har vært mer keynesianske enn amerikanerne) argumenterte de for aggressiv finans- og pengepolitikk for å kvele krisen i fødselen. De fikk støtte fra en skokk med skapkeynesianere fra andre deler av økonomifaget som plutselig fikk mot til å vise sin sanne legning. Motkonjunkturpolitikk à la Keynes var plutselig på moten igjen.

Det hele virket som walkover for keynesianerne, mens ferskvannsøkonomene lette etter noen skap å gjemme seg i.

En stund virket da også den keynesianske motkonjunkturpolitikken. Ekspansiv pengepolitikk og offentlig underskuddsbudsjettering forhindret at verdensøkonomien sank ned i en depresjon. Det brakte oss imidlertid ikke tilbake til vekstkurven fra før finanskrisen. Investeringslysten i den rike del av verden var borte, og med det ble behovet for keynesiansk makroøkonomisk politikk latent. Samtidig avtok evnen, eller i hvert fall

viljen, til å yte førstehjelp etter hvert som statsgjelden i mange land ble rekordhøy. På den måten unngikk nok verden depresjonen, men endte opp med en lang resesjon i stedet.

Det har fått ferskvannsøkonomene ut i friluft igjen. De argumenterer for at statsgjelden i seg selv forhindrer oppgang, fordi forbrukerne klart ser at dagens statsgjeld er morgendagens skatter. Dermed er vi i gang igjen.

Etter seks år med krise og resesjon kan det derfor virke som om vi forståelsesmessig bare har tatt et langt skritt bakover. Keynesianerne, med Paul Krugman i spissen, snakker om et varig etterspørselsunderskudd som krever varig motkonjunkturpolitikk; monetarister og nye klassikere hevder at årsaken til all elendigheten er motkonjunkturtiltakene i seg selv.

### 3. HVORFOR GIKK DET GALT? LÆRDOMMER OG MAKRO OG MIKRO

Har vi da ikke lært noe som helst? Joda, det er i hvert fall tre viktige ting vi burde ha lært. Det ene handler om forventningsdannelse. Det andre handler om skillet mellom kortsiktig makroøkonomi og langsiktig økonomisk vekst. Det tredje handler om forholdet mellom stabiliseringspolitikk og politikk for økonomisk vekst.

#### RASJONELLE FORVENTNINGER ELLER *ANIMAL SPIRITS*?

Moderne makroøkonomi – forsøket på å lage et helhetlig fag om sammenhengene mellom aggregerte hovedstørrelser i økonomien – ble skapt av Keynes og første gang formalisert i 1936 da Roy Harrod, John Hicks og James Meade forsøkte å oversette Keynes' ideer til en helhetlig modell; det som senere ble kjent som IS-LM-modellen. Det var selvfølgelig mange økonomer som jobbet med det vi i dag ville kalle makroøkonomiske spørsmål lenge før Keynes (David Hume skrev om penge teori allerede i 1752, nesten 25 år før Adam Smiths *Wealth of Nations*). Tanken om at det eksisterte stabile sammenhenger mellom makroøkonomiske hovedstørrelser, og at studiet av disse sammenhengene var noe kvalitativt forskjellig fra studiet av sammenhenger på mikronivå, var imidlertid ny.

Den var også kontroversiell. Uenigheten mellom keynesianere og monetarister dreide seg om mye mer enn økonomisk politikk – dypest sett avspeilte den uenighet om hvorvidt det eksisterte stabile makrosammenhenger eller ikke. Milton Friedman og Anna Schwartz mente nei. På empirisk grunnlag mente de

å kunne påvise at skift i pengepolitikk uvegerlig førte til store, langt på vei uforutsigbare, konsekvenser for realøkonomien. Ut fra det konkluderte de at det ikke fantes makroøkonomiske sammenhenger som var tilstrekkelig stabile og forutsigbare til at de kunne brukes som grunnlag for aktiv penge- og finanspolitikk.

Friedman-Schwartz-kritikken ble formalisert og videreutviklet da Robert Lucas i 1972 introduserte teorien om rasjonelle forventninger<sup>2</sup>: Det må være ulogisk, hevdet Lucas, å anta at de som skal formulere makroøkonomisk politikk, har andre og riktigere forventninger om fremtidige størrelser enn aktørene i økonomien – det står tross alt mer på spill for bedrifter og enkeltpersoner enn det gjør for makroøkonomiske planleggere. Den eneste rimelige forutsetningen er derfor at aktørene i økonomien har samme kunnskap om sammenhenger og mulige fremtidige størrelser som det makroøkonomene har. Men i så fall vil de makroøkonomiske sammenhengene endres om myndighetene endrer sin adferd – om myndighetene forsøker å stimulere økonomien ved underskuddsbudsjettering, vil aktørene skjønne at motstykket vil bli høyere skatter i fremtiden; det vil føre til at privat sektor kutter i sitt forbruk i dag; og med det vil den sammenhengen mellom inntekt og forbruk som budsjettpolitikken var basert på, bli en annen.

Konvergensens i makroøkonomisk tenkning frem til finanskrisen skyldtes langt på vei at de fleste, også keynesianerne, godtok Lucas-kritikken og tanken om rasjonelle forventninger. Med det forlot de kanskje den mest sentrale delen av Keynes' egentlige teori.

Keynes huskes for begrepet *animal spirits*, men det var få – i hvert fall før Akerloff og Schiller (2010) etter at finanskrisen gjorde begrepet populært igjen – som oppfattet i hvilken sammenheng begrepet egentlig ble brukt.

Det er to hovedelementer i Keynes' teori om forventninger. Begge gikk tapt i overgangen fra Keynes til keynesianerne. Det ene er at langsiktige beslutninger stort sett må fattes på et annet grunnlag enn detaljerte lønnsomhetsberegninger, rett og slett fordi konsekvensene strekker seg så langt frem i tid at det ikke finnes

noen basis for meningsfylte sannsynlighets- og lønnsomhetsanalyser.

The outstanding fact is the extreme precariousness of the basis of knowledge on which our estimates of prospective yield have to be made. Our knowledge of the factors which will govern the yield of an investment some years hence is usually very slight and often negligible. If we speak frankly, we have to admit that our basis of knowledge for estimating the yield ten years hence of a railway, a copper mine, a textile factory, the goodwill of a patent medicine, an Atlantic liner, a building in the City of London amounts to little and sometimes to nothing; or even five years hence. (Keynes 1936)

Han mener derfor at reelt langsiktige beslutninger i praksis må fattes på et annet grunnlag enn langsiktig analyse.

Det er her *animal spirits* kommer inn. Ideen er ikke, som noen synes å tro, at investeringsbeslutninger fattes av instinktstyrte investorer. Langt derifra. Poenget er at velutviklede kapitalmarkeder – børsen er et eksempel – gjør at selv langsiktige investeringer er likvide, og med det i sin natur kortsiktige: Man kan alltid selge seg ut eller kjøpe seg inn. Men i så fall er det ikke nødvendig for en rasjonell investor å bruke tid på å vurdere potensiell avkastning om fem eller ti år – det er nok å vurdere hvordan kapitalmarkedet vil vurdere prosjektet i morgen. En vellykket investor er en investor som kan vurdere hvordan andre investorer vil verdsette prosjekter i morgen; en mislykket investor er en som ikke kan dette.

Men hvis dette gjelder for alle investorer, vil alle egentlig bare være opptatt av å vurdere hverandre – det sentrale for investorene blir å fange stemningen i markedet; altså å forstå *the animal spirits*.

Da Keynes' tidlige disipler skulle oversette dette i en makroøkonomisk modell, valgte de den enkleste veien ut: De sa at investeringer stort sett styres av *animal spirits* og derfor er bestemt utenfor modellen, punktum. Intet under at mye av keynesianismen sto for fall da Lucas-kritikken kom.

I virkeligheten er Keynes' forventningsteori en teori om nesten rasjonelle forventninger, av den typen vi kjenner fra speulasjonsbobler: Om folk tror at prisen vil stige, vil mange ønske å kjøpe, og med det vil prisen stige. Forventningene blir altså selvoppyllende. For-

2. Det var John F. Muth som i 1961 først lanserte teorien om rasjonelle forventninger. Det var imidlertid Robert Lucas som knyttet teorien til makroøkonomi. Han fikk i 1995 Nobelprisen i økonomi for sitt bidrag.

ventningsdannelsen er selvfølgelig irrasjonell i den forstand at bobler før eller senere vil briste, og også i den forstand at forventet avkastning for investorer som kommer inn sent, klart er negativ. Den er allikevel nesten rasjonell i den forstand at forventningene nesten alltid er riktige, og at nesten alle tjener på en boble – til gjengjeld er forventningene fryktelig gale rett før krakket, og tapene for dem som er så uheldige å være med til slutt, fryktelig store.

Det sentrale spørsmålet er imidlertid ikke om forventningene i Keynes' skjema er rasjonelle eller ikke; nøkkelspørsmålet er hvilken forventningsteori som treffer best – Keynes' eller Lucas'. Det er fristende å nøye seg med et sitat fra Keynes:

It is of the nature of organized investment markets, under the influence of purchasers largely ignorant of what they are buying and of speculators who are more concerned with forecasting the next shift of market sentiment than with a reasonable estimate of the future yield of capital-assets, that, when disillusion falls upon an over-optimistic and over-bought market, it should fall with sudden and even catastrophic force. (Keynes 1936)

At han allerede i 1936 traff så godt med beskrivelsen av sammenbruddet i 2007–2008, betyr imidlertid ikke i seg selv at Keynes hadde rett. Nøkkelspørsmålet knyttet til Lucas-kritikken og teorien om rasjonelle forventninger er om det ikke er slik at aktørene lærer.

I noen viktige makrosammenhenger er det utvilsomt læring. Etter den lange perioden med ekspansiv pengepolitikk og inflasjon på 1960- og 70-tallet var det åpenbart at nesten alle bedrifter og forbrukere hadde vent seg til inflasjon og tatt forventet prisstigning inn i sine kalkyler – og med det var det nødvendig med stadig mer ekspansiv pengepolitikk for å få noen effekt.

Mer generelt er det naturlig å forutsette at aktørene lærer så lenge virkeligheten gjentar seg selv så mange ganger at det finnes et erfaringsgrunnlag å lære fra. Myndigheter som stadig forsøker å finjustere den makroøkonomiske utviklingen, slik for eksempel britiske regjeringer prøvde på 1950- og 60-tallet, må derfor regne med at effekten av penge- og finanspolitikken blir mindre etter hvert. I slike situasjoner er det derfor god grunn til å glemme Keynes og heller basere seg på regelstyring av penge- og finanspolitikken.

Utviklingen frem til krakket i 2008 handlet imidlertid om et sett av hendelser som var nye for aktørene: Kinas inntreden i verdensøkonomien, eldrebølgen i Japan og forskyvning av det økonomiske tyngdepunktet i USA fra nordøst til sør og vest. Rent kvalitativt var virkningene oversiktlige og greie: lave renter som følge av kinesisk og japansk sparing; økte boligpriser i Florida, California og Nevada som følge av tyngdepunktfor skyvningen i USA. Det var imidlertid ingen som hadde noe erfaringsgrunnlag for å ha en begrunnet oppfatning av hvor lenge lavrenteperioden ville vare, eller hvor langt opp boligprisene skulle. Det er i slike situasjoner aktørene naturlig henfaller til vurdering av markedet i morgen i stedet for å prøve på en tallfesting av de langsiktige fundamentalforholdene. Med det havner vi, rasjonelt nok, lett i bobler.

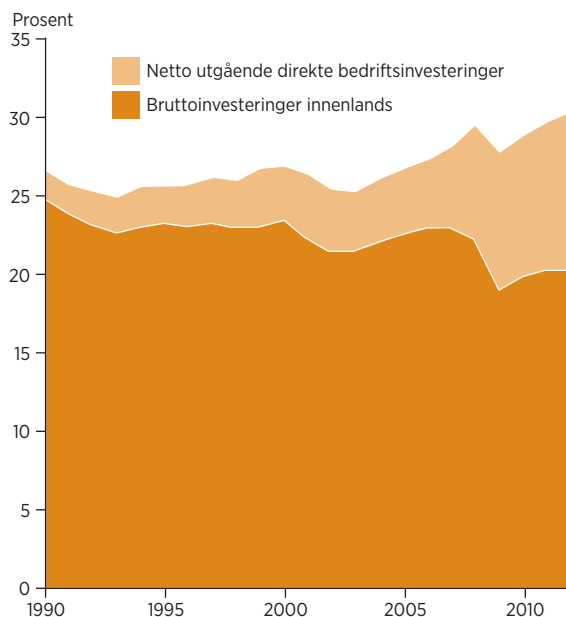
#### KORT OG LANG SIKT

Om *animal spirits* kan forklare boligboblen som utløste krisen, kommer den til kort når det gjelder bakteppet – det som Ben Bernanke i 2005 kalte «the global saving glut». Fra årtusenskiftet og fremover økte sparingen i store deler av verden (spesielt i Kina, men også i oljeeksporterende land som Norge og i sterke industrinasjoner som Japan og Tyskland). Samtidig falt investeringene, og spesielt bedriftsinvesteringene, i hele den rike delen av verden. Spareoverskuddene ble, direkte og indirekte, plassert i finansmarkedene i USA og andre vestlige land. Det førte til rentefall, en kraftig økning i kredittilbudet, og med det i neste runde til boligboblen og krakket.

Sparedelen av spareoverskuddene er enkle å forklare – forstående eldrebølger i Japan, Kina og mange andre land forklarer mye, ønsket om å spare store deler av forbigående høye oljeinntekter i Norge og andre oljeland forklarer resten.

Fallet i bedriftsinvesteringer er vanskeligere å forklare. Det blir litt lettere hvis vi ser fallet i sammenheng med utviklingen i direkte bedriftsinvesteringer mellom etablerte og nye industriland, kfr. figur 1 som viser utviklingen i innenlandske bruttoinvesteringer og netto direkte investeringer fra OECD-bedrifter i land utenfor OECD. Som en ser, har det vært et jevnt fall i innenlandske investeringer, bortsett fra boliginvesteringsboblen fra 2004 til 2007. Parallelt med dette har det vært en kraftig økning i direkte investeringer utenfor OECD-området.



**FIGUR 1** Investeringer, OECD-området (andel av BNP)

Kilder: Bruttoinvesteringer, IMF; Direkte investeringer, OECD

Tallene viser klart at fallet i investeringer er nært knyttet til globaliseringen. Betydelige deler av næringslivet i OECD-landene har valgt å flytte hele eller deler av virksomheten til de nye industrilandene, spesielt i Asia, og det fallet i innenlandsinvesteringer det har ført med seg, er ikke blitt motsvart av økte investeringer i ny virksomhet i de rike landene.

Dette viser at den egentlige bakgrunnen for krisen er treghet i omstillinger fra gammel til ny virksomhet i den rike del av verden.

Det er i og for seg ikke overraskende at ny virksomhet i de gamle industrilandene lar vente på seg. Veksten i Asia har vært så sterk at nedbyggingen av tradisjonell vareproduksjon i vestlige land har skjedd raskere og i et større omfang enn de fleste forestilte seg for 15–20 år siden. Den har også kommet på toppen av en betydelig nedbygging av tradisjonelle arbeidsplasser som følge av IKT og annen ny teknologi. Det tar tid å tilpasse absolutte og relative lønninger til bortfallet av tradisjonelle arbeidsplasser. Det tar enda lengre tid for investorer og næringsliv å identifisere de nye forretningsmulighetene som skal erstatte de gamle. Det er greit nok å si at vestlige land må erstatte tradisjonell industri med kunnskapsbasert virksomhet – men det er et langt stykke derfra til å gi det nye et konkret innhold.

Mye av forklaringen på at oppgangen lar vente på seg, ligger trolig her. Det som har skjedd i verdensøkonomien siden 2008, er ikke et lite, selvkorrigerende avvik fra en langtidstrend; det er del av et trendskifte som på lang sikt nok vil vise seg å være positivt, men som i en rimelig lang overgangsperiode kan bli negativt.

Bildet ligner på den tilsvarende lange omstillingsperioden som fulgte den økonomiske integrasjonen mellom Europa og USA fra 1870-årene og utover. Dampskip og jernbaner åpnet etter borgerkrigen den amerikanske prærien for storstilt korneksport til Europa. Det stilte Europa, der opp mot 70 prosent av yrkesbefolkningen i utgangspunktet jobbet med landbruk, overfor omstillingsutfordringer av minst samme størrelsesorden som det den asiatiske industrivareeksporten nå stiller den rike del av verden overfor. Den gang førte det Europa inn i den såkalt lange depresjonen fra 1873 til 1896 – en periode med ujevn vekst, synkende priser og store, til dels varige problemer for enkelte land.

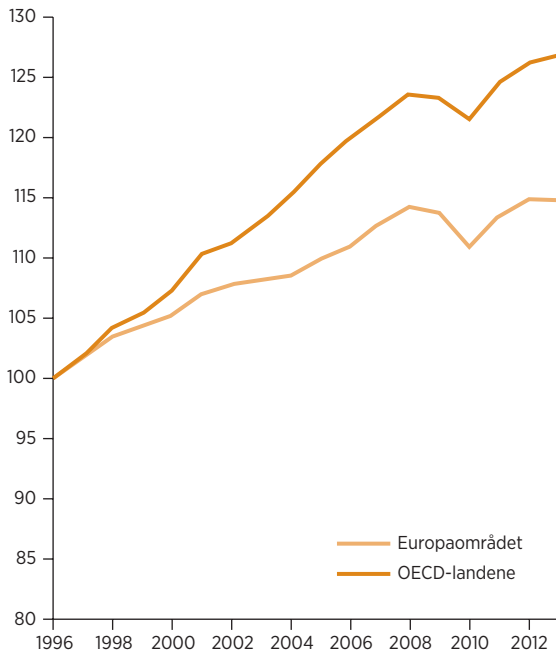
Historien gjentar seg ikke. Det kan godt tenkes at det denne gangen vil gå raskere å gjenopprette stabil vekst enn det gjorde den gang – det kan også tenkes at det vil ta enda lengre tid.

Det både den lange depresjonen på 1800-tallet og den lange resesjonen vi er inne i nå, burde ha lært oss, er imidlertid at det er for enkelt å se på konjunkturutviklingen på kort til mellomlang sikt som noe som er frikoblet fra den økonomiske utvikling på lang sikt. Det er en kritikk som rammer både keynesiansk og monetaristisk makroøkonomi.

Joseph Schumpeter kritiserte allerede på 1930-tallet Keynes for å ha en statisk tilnærming til makroøkonomi. Det var en grunnløs kritikk hvis man med statisk mener at Keynes ikke tok høyde for betydningen av forventninger. Kritikken var imidlertid berettiget i den forstand at Keynes (a) ikke tok høyde for at endringer i teknologi og andre ytre rammer kan være opphav til etterspørselssvikt eller inflasjonspress, og (b) i forlengelsen av det heller ikke berørte muligheten for at aktiv motkonjunkturpolitikk kan forsinke de omstillingene som er nødvendige i kjølvannet av slike endringer.

#### MAKRO OG MIKRO

Det bringer meg til den tredje, og viktigste, lærdommen. Den gjelder samspeilet mellom makroøkonomisk og mikroøkonomisk politikk.

**FIGUR 2** Arbeidsproduktivitet (1996 = 100)

Kilde: OECD

Det har aldri vært tvil om at makroøkonomiske problemer ofte oppstår fordi mikroøkonomien ikke fungerer godt (for eksempel fordi lønninger og priser er stive); det er neppe heller kontroversielt at et visst minimum av makroøkonomisk stabilitet er en fordel for at mikroøkonomien skal fungere bra (for eksempel vil hyperinflasjon lett gjøre det mildt sagt vanskelig å inngå kontrakter).

Troen på at kortsiktig makro og langsiktig vekst (nes-ten) er uavhengige av hverandre, har imidlertid skapt et falskt inntrykk av at makropolitikk og mikropolitikk kan utformes uavhengig av hverandre: Stabiliseringspolitikken skal sørge for at samlet etterspørsel utvikler seg i takt med produksjonsevnen. Gjør den bare det, kan vi så overlate til mikropolitikken å sørge for at allokeringen av ressurser – også over tid – blir så effektiv og rettferdig som mulig.

Schumpeters kritikk av Keynes – som på dette punktet ligger nær opp til de nye klassikernes kritikk av moderne keynesianisme – var at en slik todeling blir altfor enkel. Ifølge Schumpeter kommer innovasjoner typisk i bølger. I de første fasene av slike bølger introduseres nye produkter og nye produksjonsmåter, og i tilknytning til det skjer det nyetableringer og nyin-

vesteringer i så stort omfang at vi får en kraftig oppgangskonjunktur. I senere faser forsvinner alle de gamle bedriftene og produktene som blir utkonkurrert av det nye; med det får vi en tilsvarende kraftig lavkonjunktur med mange arbeidsledige på vandring mot det nye.

Disse bølgene er, ifølge Schumpeter, ikke bare naturlige, de er også nødvendige. Uten dem ville *creative destruction*, selve drivkraften for teknologisk fremgang og økonomisk vekst, bli umulig. En makroøkonomisk politikk for økonomisk stabilitet kan derfor lett bli en politikk for økonomisk stillstand.

Om vi ser på tallene for produktivitetsutviklingen i OECD-området før og etter krisen (se figur 2), er det vanskelig å finne belegg for at Schumpeter tok feil. Det har aldri i nyere tid vært ført mer aktiv motkonjunkturpolitikk enn den amerikanske og europeiske myndigheter og sentralbanker har ført etter 2008. Og det har aldri i nyere tid vært svakere produktivitetsvekst i de økonomiene man har forsøkt å stabilisere.

*Post hoc ergo propter hoc* – det som kommer etter, skyldes det som kommer før – er en feilslutning. Man skal derfor være varsom med å ta produktivitetsutviklingen etter 2008 til inntekt for Schumpeter. Det er imidlertid mange indikatorer på mikronivå som tyder på det samme (se Knudsen og Lien (2014) i dette nummeret av *Magma*): Nedturen etter finanskrisen handler langt på vei om «survival of the fittest».

Selv om vi ikke kan trekke noen sikker konklusjon, kan det derfor være på tide å ta høyde for at aktiv makroøkonomisk politikk kan ha alvorlige bivirkninger. Implikasjonene av det kan være (a) at ambisjonsnivået når det gjelder å stabilisere økonomien, bør senkes (noe som i praksis allerede har skjedd i de fleste land), og (b) at valg av stabiliseringspolitiske virkemidler må foretas med sikte på å begrense skadevirkningene for dynamikken i økonomien (spesielt at man bør velge virkemidler som i minst mulig grad favoriserer bestående virksomhet på bekostning av ny).

#### 4. GIKK DET GALT OGSÅ FOR OSS? IMPLIKASJONER FOR NORGE

Har så også vi i Norge noe å lære av krisen?

For mange kan det kanskje virke som om det viktigste vi har lært, er at vi er forskjellige. Vi merket litt til krisen i 2009, men siden det har vi vært som en fredet plett i en turbulent verden. Aktiviteten og sysselsettingen har holdt seg høy, veksten i lønninger og levestandard

har fortsatt, og de offentlige finansene har vært mer enn solide. Deler av konkurranseutsatt virksomhet har riktignok slitt, men siden mye av norsk industri og skipsfart etter hvert har erstattet eksport med salg til norsk oljevirksomhet, er det en forholdsvis liten del av norsk næringsliv som har fått føle alvoret i krisen.

Annerledeslandet er allikevel en myte. Når det har gått bra i Norge, skyldes det i all hovedsak at oljepri-sene raskt tok seg opp igjen etter 2009, og at det har ført til høy aktivitet i oljesektoren. I og med at det har bidratt til høy aktivitet i hele økonomien, har det også bidratt til at boliginvesteringene i Norge har holdt seg høye. I næringslivet forøvrig har vi imidlertid opplevd det samme, kraftige fallet som ellers i Europa – investeringsvolumet i 2013 var nesten 20 milliarder kroner lavere enn i 2007.

Likheten med resten av verden er også slående når det gjelder produktivitsutviklingen. I seksårsperioden siden 2007 har produktivitsveksten i fastlands-Norge vært 3,4 prosentenheter lavere enn den var i seksårsperioden frem til 2007. Det tilsvarende tallet for OECD-området var en nedgang på 2,7 prosent. Vi har hatt litt mindre fall enn Sverige, men litt større enn Danmark.

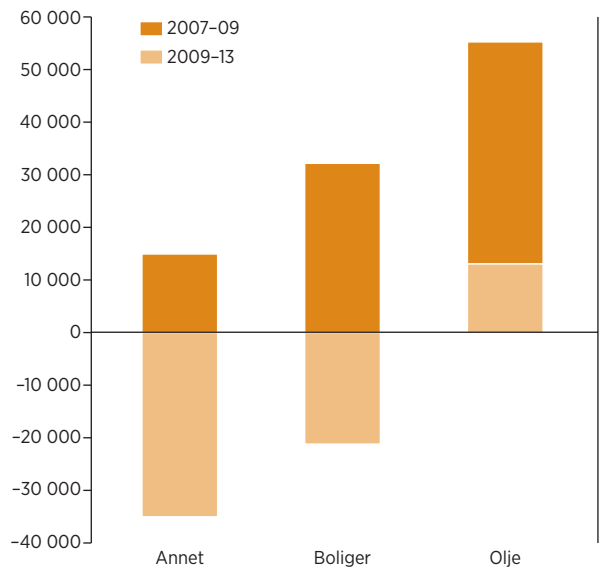
Noe annertlesland er vi altså ikke. Vi er et nokså gjennomsnittlig nordeuropeisk land som bare skiller seg fra de andre ved at vi har en oljesektor som (takket være fortsatt rask vekst i kinesisk oljeetterspørsel) kom helskinnet gjennom krisen, og som har gitt oss en finanspolitisk handlefrihet som andre land ikke har.

Det betyr at de internasjonale lærdommene er like relevante for oss som for andre land. Det er derfor grunn til å tenke gjennom hva disse lærdommene konkret sett innebærer.

For det første innebærer det at vi er del av omstillingskrisen som gjør at overgangen til en kunnskapsbasert økonomi går så smått i vestlige land. Problemet vårt er ikke, som mange synes å tro, et nært forestående behov for å finne ut av hva vi skal leve av etter oljen. Oljevirksomhet vil etter all sannsynlighet være en viktig del av norsk økonomi i minst 30–40 år til, og når det gjelder hva det er verd å drive med om førti år, bør vi med Keynes innrømme at vår kunnskap «amounts to little and sometimes to nothing».

Problemet er hvordan vi skal få høyproduktive arbeidsplasser – både til de snart 40 prosentene av arbeidsstyrken som har høyere utdannelse, og til de vel 60 prosentene som etter hvert ikke lenger vil ha tra-

FIGUR 3 Bruttoinvestering, endring (millioner NOK)



Kilde: Nasjonalregnskapet

disjonell industri som utfoldelsesarena. Oljevirksomheten vil bare, direkte og indirekte, gi høyproduktive arbeidsplasser til et fåtall av disse. Resten må få det i et nærings- og arbeidsliv som på en helt annen måte enn i dag kan sies å være kunnskapsbasert.

I sin artikkel i dette nummeret av *Magma* drøfter Kjell Gunnar Salvanes (2014) tilbudssiden av dette problemet – mer spesifikt i hvilken grad skolesystemet er godt nok. Det er en viktig del av problemet. Like viktig er etterspørselssiden – næringslivets evne til å utvikle og skape en type arbeidsplasser som kan nyttiggjøre seg den fremtidige arbeidsstyrken på en høyproduktiv måte. Det handler om innovasjonsevne og evne til å identifisere og finansiere investeringer i ny virksomhet. Artiklene til Jøril Mæland (2014) og Ove Rein Hetland og Aksel Mjøs (2014) berører ulike sider ved dette.

På et mer overordnet nivå berører imidlertid problemstillingen også norsk makroøkonomisk politikk – på i hvert fall to måter.

Det ene viktige, om enn ikke spesielt dypsendige, er at finanspolitisk ansvarlighet ikke er synonymt med omstillings- og vekstfremmende politikk hvis ansvarligheten består i at det offentlige unnlater å investere i infrastruktur, forskning eller utdannelse. Dette er en innsikt de fleste vil godta i prinsippet, selv om den er kontroversiell i norsk politisk hverdag.



Det andre er mer vanskelig også prinsipielt sett. Selv om vi i Norge har gått langt, gjennom handlingsregelen og inflasjonsstyrt pengepolitikk, i regelstyring av makroøkonomisk politikk, står keynesiansk tenkning fremdeles sterkere hos oss enn i mange andre land. Vår refleks når arbeidsledigheten stiger, er aktivt å motvirke det gjennom ekspansiv penge- og finanspolitikk. Spørsmålet er om det alltid er riktig. Kan det tenkes at aktiv stabiliseringspolitikk også hos oss enten bidrar til å låse ressurser i bedrifter og anvendelser som burde forsvinne, eller trekker dem over i sektorer som ikke er spesielt vekstfremmende?

Det er få som i ettertid ikke godtar at motkonjunkturpolitikken på 1970-tallet førte til uheldig forsinkelse

i nedbyggingen av ulønnsom industri. Kan det ikke tenkes at det var tilsvarende uheldige virkninger av motkonjunkturpolitikken etter boligkrakket på 1990-tallet – at den kraftige veksten vi da fikk i offentlig sysselsetting, forhindret fremvekst av høyproduktive arbeidsplasser i privat sektor? Og kan ikke noe lignende ha skjedd i Norge etter finanskrisen – da oljevirksomheten ble redningen (og kanskje soveputen) både for bedrifter og myndigheter?

Svaret er ikke gitt. Nettopp derfor trenger vi en reflektert diskusjon om ambisjonsnivået i stabiliseringspolitikken. Det er ikke nødvendigvis slik at stabilitet bør være på topp i det økonomisk-politiske målhierarkiet. M

## REFERANSER

Akerlof, George A. og Robert J. Shiller (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, New Jersey: Princeton University Press.

Doppelhofer, Gernot og Øystein Thøgersen (2014). Global uro og norsk idyll: Makroøkonomiske lærdommer og utfordringer etter finanskrisen. *Magma*, 6-7, 57-69.

Hetland, Ove R. og Aksel Mjøs (2014). Bankmarkedet for norske bedriftskunder gjennom og etter finanskrisen. *Magma*, 6-7, 70-78.

Hicks, John R. (1937). Mr. Keynes and the classics, *Econometrica*, 5, 147-159.

Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society.

Knudsen, Eirik S. og Lasse Lien (2014). Seleksjon i næringslivet. *Magma*, 6-7, 95-102.

Mæland, Jøril (2014). Innovasjon og innovasjonskonkurranser. *Magma*, 6-7, 88-94.

Salvanes, Kjell Gunnar (2014). Humankapital og omstilling? *Magma*, 6-7, 79-87.

Schumpeter, Joseph (1946). John Maynard Keynes, 1883-1946, *American Economic Review*, 36, 495-518.

Støve, Bård og Dag Tjøstheim (2014). Lokal Gaussisk korrelasjon: modellering av avhengigheter i finansmarkeder. *Magma*, 6-7, 103-113.